**法 学 研 究**

# 库存股的组织法规范与公司资本制度的衔接

陈 景 善
(中国政法大学 民商经济法学院, 北京 100089)

**摘　要:** 2018 年《公司法》修改第 142 条有限地引进库存股制度,其适用范围限于股权激励、可转债、企业价值提升等情形,并且要求库存 3 年之后应当转让或注销股份,由此,库存股制度在组织法层面得以规范。此次《公司法》修改在资本三大原则下,基于政策性立法将股份回购区分为资本决策事项与经营决策事项,界分股东大会与董事会职权。2021 年 12 月公布的《公司法(修订草案)》虽然沿用了 2018 年修改条文的内容,但是移植了分配规制之财务资助、发行规制之授权资本制、无面额股制度、重组制度之简易合并、简易减资制度。因而,在立法层面应根据股份回购的目的、财源以及包括再发行在内的库存股的转让等具体功能,进一步梳理库存股组织法层面的法律构造与资本制度的体系性衔接,明晰股东与债权人利益的保护。

**关键词:** 库存股;股份回购;资本制度;发行;组织法规范
**中图分类号:**D 922.291.91　　**文献标识码:**A　　**文章编号:**1000-5919(2022)06-0151-11

## 引　言

库存股制度的实施意味着公司回购本公司股份之后,可在目的、数量、时间上无限制地持有。学界普遍认为,公司回购本公司股份且未予注销或转让的,已经在客观上形成了库存股。即使公司法该股份未采用库存股或库藏股的称谓,在事实上也会形成或发展出库存股规则。① 我国 2018 年修改的《公司法》第 142 条对此在目的、时间上适当放宽,有限地承认库存股制度,但并未采取无限持有模式。2021 年 12 月公布的《公司法(修订草案)》(以下简称《草案》)第 173 条在股份回购方面继续沿用 2018 年《公司法》第 142 条的规定。2018 年修改的《公司法》进一步规范了公司回购股份时的组织法权限,采章程或股东大会决议授权模式下的董事会决议方式,突破了法定资本制下资本决策由股东大会作出的组织法规范,意味着股份回购的部分事由将从资本决策事项变为经营决策事项。《草案》第 97 条和第 164 条移植授权资本制,规定董事会经章程或股东大会授权后可作出发行股份的决议。对于实施授权资本制的公司而言,股份回购程序与库存股再发行程序在组织规范上可实现一体化,而《草案》在组织法规范方面未与财源规制相协调,故有必要对此加以反思。《草案》还引进了简易合并、简易减资制度,若因合并减资而回购股份并以库存股作为对价时,则需探讨股东与债权人利益保护的权衡。立法应基于股份回购的功能与行为效力,体现组织法层面的法律构造,并在程序上分为回购前后,在资本三大原则、授权资本制、无面额股等制度体系下,规范组织法上的程序和权利。

## 一、回购股份决议之权力配置

根据我国《公司法》规定,股份回购的性质可界定为资本交易并非资本损益的调整,因而回购前的

**收稿日期:**2022-05-20
**作者简介:**陈景善,吉林延边人,中国政法大学民商经济法学院教授。
**基金项目:**司法部 2019 年度国家法治与法学理论研究课题“商事外观主义原则研究”(项目编号:19SFB2041)。

① 参见叶林:《股份有限公司回购股份的规则评析》,《法律适用》2019 年第 1 期,第 63 页。

股东利益、债权人利益的保护依然为公司法组织法规范的考量因素。但是,在我国语境下关于回购之后股份的处理上用“注销”或“转让”,并未设任何组织法规范。回购之后的股份的处理虽移植了国外制度,日本、韩国与我国同样用“注销”术语,但是并未用“转让”而是用了“处分”一词。处分包括在证券市场上的转让、向所有股东要约或向特定第三方的转让等。回购的股份在财务处理方面作为资产处理时,其处分成为损益交易,董事会作出决议即可;若作为资本增减项作财务处理就成为未发行股份,其处分行为可定性为资本交易,自然涉及再发行,应与发行规制融贯衔接。

**(一)资本决策转向经营决策事项:基于库存股的用途**

2018 年《公司法》第 142 条将股份回购事由区分为资本决策事项与经营决策事项,这是资本维持原则下的政策性立法规定。① 根据公司法权力分配,股东大会决定资本决策事项,董事会决定经营决策事项。第 142 条所列情形中,减资回购、合并重组中的异议股东回购请求权事项为资本决策事项,在组织法层面仍需经股东大会决议以及债权人异议程序。除此之外,其余可回购情形由章程或股东大会决议授权董事会,由董事会判断是否回购、回购多少以及回购的用途等。根据董事会的职权划分可将其界定为经营决策事项,而授权董事会时需与经营者责任机制配套,且股份回购的放宽必须突破禁止回购的理由依据和库存股的用途。

首先,放宽的情形之一用于股权激励,即根据业绩激励董事、高管,提高经营效率,使董事、高管不仅经营公司,还具有作为股东的主人翁意识。对董事、高管、员工用可分配利润回购股份作为股权激励或预留股时,若未减资注销,公司资本就没有变化,故不应属于资本决策事项。但因股权激励属于薪酬范畴,而按照现行公司法规定,决定董事薪酬是股东大会的职权。即使董事会下设薪酬委员会,也只是议事规则上由薪酬委员会提议,董事会制定薪酬方案,最终仍需由股东大会审议批准。但此时经章程或股东大会授权,董事会有权以股权激励为目的作出回购决议。由此,股东大会的资本多数决就变为董事会的人头多数决,资本决策亦转变为经营决策。董事会是公司的经营决策机构,监督董事或高管作出的具体执行行为,因此由董事会根据业绩考核决定激励对象比股东大会决议更加合理且现实。但是,若公司治理中对董事会的监督机制不完善,则有可能造成董事会控制公司,以激励的名义作出回购决议,减少可分配利润,进而损害股东利益的后果。甚至在对董事会下的审计委员会或监事会等组织机构的财务监督不利时,董事、高管有可能粉饰决算、提高业绩、提升股价,从而在股价高时行权套现。

此外,董事会的操控不仅体现在回购行为上,还有可能体现在反收购措施中。美国犹纳卡公司董事会就曾以回购股份的方式采取反收购措施,从投行借贷资金回购股份而非使用公司可分配利润,给公司造成了巨额的债务,董事被追究责任,但最终适用经营判断原则免责。② 因而,在制度设计上,股东大会授权董事会仍需慎重,且授权之后只能以董事对公司责任救济受损害的股东权利,以董事第三人责任救济债权人利益(《草案》第 190 条)。但是,若以企业收购为前提,如果股东为恶意的企业收购者,司法裁判结果则可能会有所不同。例如,前述犹纳卡公司案中,收购方梅沙公司虽为股东提起诉讼,但美国法院认定梅沙公司为恶意的企业收购者,故并未支持其诉求,反而认为犹纳卡公司的董事在情急危机之下采取反收购措施作出了正确的经营判断保护了公司及股东利益。

其次,放宽情形之二为提升企业价值,即通过减少市场上的股份数量,从供求关系上调整稳定股价,提升企业价值。诚然,回购有可能造成资本的空洞化、破坏股东利益之间的公平性、形成股价操纵,进而导致股份交易的不公平以及公司控制权失衡之下的不公正交易。但是,资本的空洞问题,从财源规制解

---

① 参见陈景善:《授权资本制下股份发行规制的重构》,《华东政法大学学报》2022 年第 2 期,第 116 页。

② 陈景善:《公司收购制度立法模式探讨》,《金融服务法评论》2015 年第 1 期,第 371 页。

决;股东不平等问题,经股东之间的合意及集中竞价系统回购解决;操纵市场问题,由证券法规范。① 如此,以资本维持、股东利益保护、维护资本市场秩序为禁止的理由,根据交易模式均不构成放宽回购之阻碍。可分配利润虽然涉及股东的根本利益,但若回购时股价上涨,股东亦可从中获益。而且经股东大会或章程授权给董事会,在一定条件下,董事会就可以根据商业判断快速作出为提升企业价值而回购股份的决议。从董事会职权定位而言,其变为经营决策事项,与资本决策事项切割,将稳定企业价值作为董事经营决策事项,避免特别情形下因为召开股东大会不够及时或者讨论僵局而对企业价值造成损失。

再次,放宽的情形之三为可转换债转换为股份的情形。可转债具有股和债的双重性质,股价上涨时作为股份持有,股价下跌时作为债券持有,进而确保其融资功能。在是否需要融资的判断上,作为经营决策机构的董事会作出决议相比股东大会更加合理。此语境下,董事会可根据经营情况随时判断,比由一年召开一次的定期股东大会判断更具合理性。虽然债券转为股份时,有可能导致股东持股比例的稀释,但可转债在发行时业已经股东大会决议,且股东大会已授权董事会作出决议,故无须再经股东大会决议。而债券持有人选择转为股东持有股份以实现利益最大化,对其他债权人而言债权余额减少,受偿比率亦随之提升,并无利益受害之虞。何况可转债赋予债券持有人转股选择权,投资者基于该选择权作出决策,因而亦无须设债权人异议程序。

追本溯源,由资本决策转向经营决策的核心在于,将股份回购的决策机制从组织法规范转向以损益法为基础的个别法上的交易规制还是资本项下的未发行规制。② 在现代市场经济的运行环境中,笼统且高要求的组织法规范虽在理论上符合交易安全的需求,却难以因应多变的市场环境与多元的经济安排。相较于股东大会,回购事宜的具体损益由董事会个别判断无疑更加高效合理,其正当性证立于经济发展的效率需求与市场变化的即时特征。在该语境下,无须股东大会决议和债权人异议程序,将回购决议的权力配置由资本决策事项转向经营决策事项是恰当的。

**(二)股东大会决议与董事会决议的权限界分**

公司治理机制的安排中,最关键的是股东大会与董事会之间的关系。③ 在资本决策与经营决策二分的逻辑下,合理的追问是,如何在股权回购语境中将股东大会与董事会的紧张关系合理纾解,使二者统一于公司以及包括股东、债权人在内的与公司相关主体的整体利益。

回购股份看似交易给付,实为公司资产向股东的无对价流出,故各国公司法将其界定为对股东返还利益,系广义分配概念项下的子概念。④ 传统学理认为,基于保护债权人利益考虑,回购股份之财源限于可分配利润;同时为保护异议股东的利益,回购还需经股东大会决议⑤。但如前所述,2018 年修改《公司法》第 142 条(《草案》第 173 条)规定经章程或股东大会决议授权,董事会可具有回购股份的决议权限,但并未将回购决议权限完全赋予董事会,而是根据回购内容所涉资本决策与经营决策定位不同而确定不同决议机构。此次《草案》在分权设计方面,董事会的职权范围和内容其实并未实际确定,公司管理权在股东大会、董事会和经理、甚至监事会之间如何分配,皆由公司章程作进一步规定。⑥

就资本维持、资本不变、资本确定三大原则的角度而言,关于资本决策事项,在法定资本制下因涉及股东和债权人利益,必须明确强制性法律规定与任意性法律规定的范畴,公司权力配置不应完全下放给章程自治。公司表意过程或公司意思代表过程属于法律行为,在表意过程中应当基于私法自治而拥有

---

① 井上清香「わが国における自己株式取得の規制緩和」立教経済学研究 64 巻第 1 号 2010 年 115 頁。
② 김순석: [자기주식의 법리], 전남대학교출판문화원 2019 년판, 31 면。
③ 梁上上:《公司权力的归属》,《政法论坛》2021 年第 5 期,第 68 页。
④ 参见刘斌:《公司分配的类型规制与体系调适》,《政法论坛》2022 年第 4 期,第 104—111 页。
⑤ 潘林:《论公司机关决策权力的配置》,《中国法学》2022 年第 1 期,第 210 页。
⑥ 赵旭东:《公司组织机构职权规范的制度安排与立法设计》,《政法论坛》2022 年第 4 期,第 90 页。

广泛的自治权限。然则,受制于组织特征,公司表意通过决议方式授权代理人为之。① 因而,根据组织法规范,回购股份后的注销、转让或再发行,应根据回购的目的而定。具体而言:一是减资注销或以可分配利润回购注销股份,从而减少市场上的股份数量,提升每股价值;二是以可分配利润回购后转让该股份,用于股权激励、融资、采取反收购措施等;三是在减资注销之外,以可分配利润注销股份和转让回购的股份,即作为资本交易定位时相当于股份的再发行,因而应协调衔接发行规制。而根据《草案》第 97 条和第 164 条,实施授权资本制的公司,在以可分配利润注销公司股份后,应然层面上将出现两种情形:一是注销超出授权范围的股份,与法定资本制相同,该注销股份会直接带来减资的效果。二是注销授权范围内的股份不产生公司资本的减少,资本与股份注销并无直接关系,只是授权范围内发行的股份数量会减少。注销股份数量之后,董事会根据公司经营情况在授权可发行股份范围之内有权作出发行决议,再发行相应数量股份筹集资金。当然,股份发行若超出授权范围,依然需经股东大会决议。

## 二、股份回购与债权人异议程序之衔接

在董事会与股东大会的关系之外,债权人与股东间的利益权衡是库存股规范群中的另一组重要关系。尤其在授权资本制背景下,股东与债权人之间的利益结构是否符合原法定资本制的立法预设,原债权人异议程序是否有必要继续发挥规范功能,有待追问与厘清。

按照现行《公司法》第 142 条规定,因减资、合并等回购股份的情形,由于资本结构发生变化,仍需经股东大会决议,且应与减资程序中的债权人异议程序、合并中的债权人异议程序相衔接,保护债权人利益,此亦本节核心议题。但如前所述,根据《草案》规定选择授权资本制以及无面额股制度的公司,在其余回购情形下可根据章程以及股东大会决议授权,由董事会作出回购决议并使用可分配利润回购股份。因可分配利润是已经满足资本维持原则下盈余公积金弥补亏损之后的税后利润的分配,并未动用资本金、公积金,故此时在组织法层面无须考虑债权人利益的保护。

### (一)资本维持与债权人利益之衡量

债权人利益保护是公司法的核心议题,其不仅关涉公平原则的基本法原理,更与商事实践中的交易扩大、信赖保护密切相关。长久以来,法定资本制传统下的债权人保护始终处于优势地位,以资本维持为依据,其高壁垒与严要求的特色理所当然地将交易安全与信赖保护置于商事效率之上。债权人异议程序即为该语境下的一则典例:从资本维持的角度论,公司经法定程序方能减少资本金;从法政策性角度论,减资时在法定程序中还需经债权人保护程序,也即债权人异议程序。② 其实,减资时设债权人异议程序旨在确保债权人回收债权,但若因为减少资本而直接允许债权人提出异议,却有过度保护之嫌。在由法定资本制向授权资本制缓和的大趋势下,公司资本制度理应回归其提高效率的真正目的,而不宜长期纠结于构建对债权人的完美保护。③ 但两者间的张力关系确须平衡:在损害债权人利益时,法律当然需要予以救济;而在未损害债权人利益时,则无须过度保护。

第一,在公司财产已经受损,须通过减少资本金解消亏损的情形中,减资并不一定损害债权人。因为公司产生亏损已经损害了债权人利益,此时因维持资本而设的资本金只能成为宣示性数据,与亏损状态并不吻合。若仅因减少了数字而允许债权人直接受偿,其合理性有待商榷。④ 进一步看,提出异议的债权人受偿,实为公司财产的流出;未提出异议的债权人未能受偿,等于损害了未提出异议的债权人利

① 刘斌:《公司治理视域下公司表意机制之检讨》,《中国政法大学学报》2021 年第 2 期,第 138 页。

② 李建伟、岳万兵:《董事对债权人的信义义务——公司资本制度视角的考察》,《中国政法大学学报》2022 年第 2 期,第 105 页。

③ 参见朱慈蕴:《公司资本理念与债权人利益保护》,《政法论坛》2005 年第 3 期,第 131 页。

④ 参见傅穹:《公司减资规则论》,《法学评论》2004 年第 3 期,第 39 页。

益。因而,不设债权人异议程序不会产生因资本金减少而损害债权人的问题。

第二,为分红减少资本金的情形。从减少资本金的程序论,一味地减少资本金为法政策所禁止。若公司财产充实,即使减资亦不会损害债权人利益;但公司亏损时,提出异议的债权人与未提出异议的债权人之间将产生利益冲突。① 概言之,公司债权人利益的保护就是以公司财产能否全部清偿公司债权的问题。资本维持在资产负债表上体现为资产总额和负债总额吻合,但是,此仅为账簿上的债权人利益保护,若公司没有偿付能力债权人仍不能受偿。② 因此,在授权资本制下,还需以净资产额约束资本金,以资产信用对接资本信用,以实质判断结合形式判断,进而强度适宜地保护债权人利益,在减资与合并回购中亦是如此。

**(二)减资回购与债权人保护程序之衔接**

减资可按因果逻辑不同分为目的减资与结果减资。除现行《公司法》第 142 条第(一)项所列的目的减资外,还存在大量因回购后注销股份而生的客观减资状态,此即结果减资。这主要因为在法定资本制下,回购股份注销即意味着减资。实务中,在对赌协议无法履行返还投资款的情形下,即使以股份回购方式定向减资履行对赌协议,《九民纪要》也认定股东之间、股东与公司之间的约定有效,并不因涉及公司以及债权人利益保护而认定无效。按资本决策与经营决策二分之逻辑,目的减资应属资本决策,而结果减资却大量存在于经营决策中。如何在目的减资的债权人保护程序与经营决策的董事会效率取向之间达到平衡,是结果减资无法逃避的课题。因二者构造逻辑不同,导致结果减资在债权人保护规范上必然与目的减资有所区别。如前所述,按《草案》规定选择适用授权资本制的公司,若在股东大会授权范围内由董事会作出决议回购股份并注销,虽然其股份数量减少,但资本并不减少,因此对债权人利益实无大碍。故《草案》在普通减资以及新设简易减资制度方面理应与授权资本制、股份回购减资注销有效衔接。减资的法定程序不仅是资本维持原则的体现,亦为资本不变原则和资本确定原则的体现。

此次《草案》在简易减资规制上进一步明确了资本三大原则的适用。例如《草案》第 221 条规定,在根据《草案》第 210 条第 2 款规定使用任意公积金和法定公积金不足以弥补亏损时,可用资本公积金弥补亏损。仍然不足以弥补亏损时,允许公司不经普通减资程序而进行简易减资,但不得给股东分红,也不得免除股东缴纳股款的义务,应在统一的企业信息公示系统中公告披露。在公司为了弥补亏损而减资时,简化《草案》第 220 条第 2 款规定的普通减资程序,无须再设股东、债权人利益保护程序。尽管如此,《草案》依然通过规范资本维持原则之股东分红规制、资本确定原则之缴纳股款义务以及在统一的企业信息公示系统进行公告的信息披露方式衡量了公司利益与债权人利益的保护。进而在《草案》第 222 条中对违反规定减资,退还股东股款和利息给公司造成损害的情况,规定了股东及董事、高管的赔偿责任。随着董事会与股东大会权限的划分,股份发行、减资、回购等法律行为构造的变化,资本充实责任制度的重点也将由股东责任扩展到董事以及高管责任,③因此制定配套的责任追究机制至关重要。

**(三)合并回购与债权人保护程序之衔接**

现行《公司法》第 142 条第(二)项和第(四)项规定,与持有本公司股份的其他公司合并以及对合并持有异议的股东可要求公司回购股份。因而,涉及合并回购股份时,应与合并程序中的债权人异议程序衔接。但是,合并分为吸收合并和新设合并。新设合并时,合并对价应然层面上只有新设公司的股以及债券等,消灭公司与新设公司交换对价即可,因为新设公司不能没有股东,故实际上并不涉及股份回购

---

① 尾崎安央:「資本充実·維持の原則」,久保大作編『企業金融·資本市場の法規制:吉本健一先生古稀記念論文集』(商事法務,2020 年)第 309 頁以下。

② 参见冯果:《论公司资本三原则的时代局限》,《中国法学》2001 年第 3 期,第 22 页。

③ 参见陈景善:《授权资本制下股份发行规制的重构》,《华东政法大学学报》2022 年第 2 期,第 112—123 页。

问题。而在吸收合并中,合并对价比较灵活,可以是母公司的股,也可以是其他现金、债券等。在吸收合并中,吸收合并的公司为母公司,被吸收的公司为消灭公司,此时双方交换合并对价涉及回购的股份。在吸收合并中,当合并双方持有本公司股份或对方公司股份时,股份回购规制将与消灭公司的股份相关联。消灭公司持有本公司股份或存续公司持有消灭公司的股份时,存续公司因合并而重新发行股份等同于存续公司通过合并取得自己公司的股,故此时不得与股份回购制度冲突。而当合并对价为存续公司的股份或消灭公司持有的存续公司的股份时,给消灭公司的股东分配存续公司的股份,则更易于开展合并:一方面,存续公司持有自己公司的股份以替代新股发行,可分配给消灭公司的股东。若全部以自己公司的股份支付合并对价,此时就无须发行新股,理论上无增资的合并也可行。另一方面,存续公司的股东在合并过程中若行使异议股东回购请求权,存续公司在取得股份后可作为合并对价有效利用,但是根据《公司法》第 142 条需 3 年以内处分。

尽管合并本属于资本决策事项,应当由股东大会决议。但若具体分析,因合并对象、合并对价不同,债权人利益所面临之风险亦截然不同。倘若将所有情况囊括于一室,难免导致某些低风险的合并行为不得不迁就于烦琐的债权人保护程序,进而导致效率低下、收益降低。故更合理的安排是将部分安全红线以内的合并行为剥离出大类,接洽授权资本制的效率安排,完善制度间的衔接构造。此次《草案》将现行《公司法》第 142 条(《草案》第 173 条)与《草案》第 215 条的简易合并制度中的组织法规范进行了衔接,其规范意旨正在于此。据其安排,当同意合并的持股比例达到 90% 时,无需经股东大会决议,以董事会决议即可作出合并决议,如此一来,异议股东回购请求权实际上就失去了意义。虽然在简易合并程序中并未取消债权人异议程序,但是《草案》第 216 条①依然保留了合并后的债权债务概括性转移,因而简易合并时可以简化债权人异议程序。

## 三、库存股再发行与资本制度之衔接

在美国,股份回购之后的处分行为界定为资本交易,德国、日本亦如此,韩国具有争议。韩国司法裁判将股份回购定性为损益或资本交易。如前所述,我国也将股份回购作为资本决策事项,因而回购之后的股份处分作为资本交易时,在财务上计入资本增减项下,因而作为未发行的股份,处分时与新股发行程序相同,作为再发行定位,需与发行规制衔接适用。

### (一)股份发行决议的职权划分

公司初始资本来源于股东,资本制度的设计无论从实质权利上还是程序上均应保护股东利益,而法定资本制下却更侧重保护债权人利益。② 在授权资本制的立法技术上,应以赋权性规范规定股份发行的数量比例与职权划分,以强制性规范规定对股东固有权利的保护。移植授权资本制,关系到新旧股东利益、交易安全、事前规制与事后规制的设计、司法救济体系。赋权性规范下,股东约定授权发行股份的总数,并由董事会在授权范围内根据公司经营状态作出决议发行股份。此授权模式,应在章程中概括性授权,赋予董事会自由配股的权利,也即具体发行时间、发行对象均由董事会作出决议。《草案》第 97 条、第 164 条采用此模式,既满足了企业依据经营判断灵活融资的需求,又以表决权比例限制均衡了旧股东利益的保护。

---

① 《草案》(2021 年版)第 216 条:“公司合并,应当由合并各方签订合并协议,并编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出合并决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上或者统一的企业信息公示系统公告。债权人自接到通知之日起三十日内,未接到通知的自公告之日起四十五日内,可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。”

② 参见李振涛:《护盘式股份回购制度的演进及其设计——基于证券市场异常波动应对的视角》,《政法论坛》2016 年第 4 期,第 77 页。

具体而言,《草案》授权董事会作出发行决议,同时对于董事会的职权作出了严格的限制性规定。股东利益的保护主要体现在股份发行比例超出总表决权比例的 20%时,还需股东大会决议,但此 20%的依据并不明朗。此外,超出概括性授权范围时,应设强制性规定在特定情形下以股东大会决议判断是否扩大授权。若采取决议授权模式,以定期股东大会作出决议授权或临时股东大会作出决议授权,其固化的模式导致时间上无法应对瞬息万变的资本市场;而赋予股东之外的第三方以新股认购权的情形下,因其直接影响资本结构、股东结构的变化,发行股份为面额或无面额、种类、数量、最低发行价格等依然需经股东大会特别决议,从而应当采取章程概括性授权与决议授权结合的模式,决议授权界限依据强制性法律规定。笔者赞成此次《草案》的立法思路,但是不应停留在授权资本制下公司治理结构的实质性职权划分与公正的程序,还应进一步规范事前停止损害产生、事后救济填补损害,以及出现特殊情形补救的模式。①

**(二)再发行与授权资本规制之衔接**

公司回购股份后,库存股可转让或再发行。若再发行库存股,其应与股份发行规制相衔接。《草案》第 97 条、164 条移植授权资本制之后,董事会可作出决议发行股份,与现行《公司法》第 142 条衔接,经董事会决议即可,无须经股东大会决议。在授权资本制下,章程记载资本金意义不大,因其仅为单纯数据。相反,公司设立时发行股份的数量、公司成立后依据董事会决议发行而公司未发行股份的数量,以及“可发行股份总数”应为章程必须记载事项。可见,实施授权资本制之后,资本确定原则实则有所弱化。资本确定原则需要确定的是公司设立时的资本金以及认购人,其意在防止无序增资。② 可发行股份之中未发行的股份,依据董事会决议发行,可谓是授权资本制与库存股回购的组织法规范的完美衔接。如前所述,回购股份库存的决议经章程或股东大会决议可授权由董事会作出。公司支付重组对价所用的可分配利润和用于回购股份注销利润的情形不同,回购的股份是已发行的流通股份,转让回购的股份如同经新股发行程序再发行筹集资金,因而无法否定库存股的资产性,比如股份回购经发行获得资产所用即为一例。当然,在公司支付不能或者破产的状态下该作用难以生效,因为此时股份对债权人而言价值为零。

**(三)库存股的再发行与无面额股发行规制之衔接**

《草案》第 155 条规定,经章程规定公司可选择适用无面额股制度,面额股与无面额股可相互转换。同时规定了资本计入规则,采用无面额股,应当将不低于二分之一的发行股份所得股款计为注册资本,而且在第 163 条规定发行无面额股的公司新股发行价额中计入注册资本的金额。该制度是对《公司法》第 127 条规定发行价不得低于面额的发行规则的突破,无面额股的实施可解决阻碍资金筹集的面额要素,进而实现灵活分拆股份以及应对企业重组的灵活性。但是,发行无面额股,制度修改不应为简单的条文修改,还须考虑无面额股的发行与回购注销制度的衔接。

发行无面额股时,发行价的一部分计入资本金之后,可发行股份总数与资本金并不密切关联,因而即使注销也不影响资本金。注销无面额股时,也可以同时减资,但这只是无面额股的注销与减资并行而已。③ 因而,按照现行公司法规定减资注销股份,实为面额股的注销。而根据《草案》,注销除了面额股外亦包括无面额股。注销无面额股时相应的计入资本金的金额会有所减少,故本应按减资规定注销,但是无面额股发行之后,股份数和资本金其实并不挂钩。因此,发行无面额股的公司减资与股份的注销无

① 参见王丹:《派生诉讼在控制公司代理成本机制中的角色和功能定位》,《中国政法大学学报》2021 年第 5 期,第 167—181 页。

② 参见朱慈蕴:《中国公司资本制度体系化再造之思考》,《法律科学》2021 年第 3 期,第 50 页。

③ 이철송: [회사법강의제 26 판], 박영사 2018, 438 면。

关。比如,《韩国商法》第343条第1项规定,依据董事会决议回购股份注销的情形下,无须依照减资程序。① 无面额股无论按照可分配利润或特定目的取得,均可以董事会决议注销。若发行了面额股,面额股总额即构成资本金,因而股份的注销也意味着资本金的注销。对此,韩国商法学界存在三种学说可资借鉴。②

第一种见解认为:资本金的减少与股东及债权人的利益直接有关,故仅以董事会决议无法注销股份。而且,《韩国商法》第343条第1项但书规定移植的是《日本公司法》第178条,韩国学界认为是立法错误。2001年修改的《日本公司法》全面实施无面额股制度,无面额股的发行可以由董事会决议。发行无面额股时,即使注销回购股份,股份数与资本金并无关联,对资本金无影响。虽然注销股份的时候,公司已发行股份数量会减少,所有股东持股比例会受影响,但并不会出现股东利益不均衡而受损的问题,而且在注销股份的阶段公司资产也并未流出,因而与债权人利益保护也无关。关于面额股的注销,以可分配利润注销时并不需要减资,只是发行股份总数和资本金之间会有所分离。第二种见解认为:根据《韩国商法》第341条第1项规定,只包括以可分配利润回购的面额股。以特定目的回购股份时,无须设财源规制,但若超越可分配利润范围而未经减资程序注销股份,有可能因不经债权人保护程序而违反资本充实原则,故以董事会决议注销股份并不恰当。第三种见解认为:根据《韩国商法》第341条第1项以及第341条之2的规定,回购的所有面额股均应被包括。公司财产的流出是在回购股份的时点形成,故公司债权人利益的保护也应在回购的时点,而不是注销的时点。若回购时无债权人保护程序,只能将其理解为从政策性立法角度返还出资的需要。

如前所述,注销回购的股份,无须减资程序,因而无须设债权人保护程序。即使以特定目的回购股份后注销,在注销的时点也并不存在公司资产的流出。公司若实施授权资本制,即使注销回购的面额股,资本金也不会减少,在注销的时点公司资产并未流出。概言之,移植无面额股制度,不仅要明确发行行为与资本计入规则之间的衔接,确保充实资本,涉及面额股的所有规定亦应随之协调修改。③ 比如,章程记载事项、面额股与无面额股转换应经何种程序、以及印花税制度等皆应与之匹配。同时要明确,已发行面额股的公司在修改章程转换为无面额股时,其已发行流通的面额股只停留于记载事项,并不表明股东权益。

## 四、回购财源与分配规制之衔接

现行公司法的股份回购规定存在体系缺憾,司法实践中在债权人保护的立场之下,个案中的股份回购是否违背公司资本管制、相关合同义务应否履行成为裁判难题。④ 我国以及日本以可分配利润为回购股份之财源,故可将其视为股东分红,具有处分利益的性质。其既可经定期股东大会作出决议,也可按章程或股东大会授权给董事会作出决议。⑤ 从财产法的角度,公司资产记载于财产目录中,并以财产目录为基础编制资产负债表时,从账簿上就可判断“债务履行能力”。从损益法的角度,在资产负债表上的资产为未使用费用。因而,公司的净资产至少要高出股东的出资金额,才有可分配利润的余额。以

① 参见崔埈璿:《韩国公司法(上)》,王延川、崔嫦燕译,北京:中国政法大学出版社2020年版,第392—393页。

② 김순석: [자기주식의 법리], 전남대학교출판문화원 2019, 232면。

③ 朱慈蕴、梁泽宇:《无面额股制度引入我国公司法路径研究》,《扬州大学学报(人文社会科学版)》2021年第3期,第69页。

④ 参见潘林:《股份回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》,《法商研究》2020年第4期,第115页。

⑤ 参见李建伟:《决议的法律行为属性论争与证成——民法典第134条第2款的法教义学分析》,《政法论坛》2022年第2期,第79页。

资本维持为前提,用可分配利润回购股份,意味着公司存续期间,原则上不对股东返还相当于资本金的出资,此系政策性立法。使用可分配利润回购股份,规范回购程序和公开披露机制,可有效扩大资金使用范围。虽然在财源上不使用资本金和资本性质的资金,但实质上用可分配利润仍将导致公司资产的流出,进而使资本维持原则弱化。为巩固资本维持原则,公司法规定资本金为公司登记事项,因此公司财产至少要保留到相当于资本金。如同公司与股东之间的约定、债权人对公司的信赖,若无法履行这一约定,其惩罚措施亦为政策性立法,具体如违法分红的损害赔偿责任、危害公司资产的抽逃出资责任等。如此,资本维持原则便渗透到公司分红制度中。违反财源规制回购股份的责任在授权资本制或章程以及股东大会授权董事会回购股份时,应由董事承担。

《草案》第 207 条规定对违法分红负有责任的股东以及董事、监事、高级管理人员承担责任,修改了现行《公司法》第 166 条由股东承担责任的规定。《美国示范公司法》以及《美国加州公司法》取消了库存股概念,将股份回购定性为公司分配(Distribution)①,回购股份规制统一到分红规制中。《美国特拉华州公司法》则依然保留了库存股概念。② 因回购股份只有一部分股东得到利益,故需要经未获利股东的同意,且应由股东大会作出决议。根据现行《公司法》第 37 条、第 166 条的规则,分红决议均应由股东大会作出决议审议批准,并未授权给董事会。如前所述,2018 年《公司法》第 142 条限于三种情形回购库存股时,允许股东大会授权或章程规定董事会作出决议。③ 用可分配利润回购、注销股份,本质上如同财产分配,与分红性质相同,在组织法程序上应与分红规制统一。在新一轮的公司法修改中有必要通盘考虑。

**(一)资本维持原则下的可分配利润决议规范**

《草案》在延续现行公司法类型规制的基础上,扩充了分配规则的适用范畴,适度统筹了各类分配的法律责任,但仍然存在体系缺憾。在大分配概念项下,减资、股份回购均系典型分配。我国公司分配制度主要由抽逃出资、利润分配、股份回购和减资四项规则构成。然而,公司分配制度的各项规则在债权人保护标准上不仅存在缺失、冲突与混乱,还缺少对实际偿付能力的有效检测。④ 如前所述,美国加州公司法以及 1984 年修改的美国示范公司法规定,在公司分配(Distribution)规制下并不存在库存股的概念,分红以及股份回购均囊括在分配概念下。⑤ 在公司分配概念中,不存在资本金、资本公积金概念,以这些概念为前提的“减资”、以“资本公积金注销股份”等问题就自然不存在,更无须涉及组织法程序。在公司分配规制下,利润分配、以可分配利润注销股份、资本公积金注销股份、减资等问题均被纳入股东分红规制。但是,按照资本维持原则,库存股的数量等依然成为问题。回购财源是可分配利润,而可分配利润审议批准权却在股东大会,在此财源决议权限未被授权的情形下,若只在回购和再发行上衔接,无疑依旧存在衔接漏洞。为真正实现制度接洽,可分配利润审议批准也应一并授权董事会。作为董事会决议事项后,财源决议、回购决议以及再发行决议将共同融贯为经营决策事项,由股东大会授权董事会作出一系列自洽决议,才能实现完全体系化。

诚然,向股东分配多少财产,公司内部留存多少,在制定方案时需要高度的经营判断,故董事会中心主义相较于股东中心主义更有助于实现公司法实践的理想状态。但若过于激进,也可能滑向另一极端:

---

① 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 131 页。

② 김순석: [자기주식의 법리], 전남대학교출판문화원 2019 년판, 217 면。

③ 参见刘斌:《公司分配的类型规制与体系调适》,《政法论坛》2022 年第 4 期,第 104—111 页。

④ 参见王军:《抽逃出资规则及公司分配制度的系统性改造》,《法学研究》2021 年第 5 期,第 88 页。

⑤ 太田洋:『「金庫株」の解禁問題に関する論点整理 I 一米国の関係規制からの示唆』、商事法務 1586 号(2001 年)15 頁。

在分配决议权完全授权董事会时,有可能招致董事会盲目扩大投资不分红,进而形成股东与董事利益冲突的问题。因而,除原则上将分红权限在股东大会的基础上授权董事会外,还需在公司治理结构上以监督形式牵制董事会。此次《草案》除了监事会监督模式之外,在第 64 条有限责任公司、第 125 条股份有限公司中就设置审计委员会等作出任意性规定,在第 153 条国有独资公司中设置合规管理机制,将财务监督权限赋予董事会,加强了对董事的自我监督,有助于避免因董事会集权造成的过犹不及状态。① 因而,理论上可将分红决议权限一并授权给董事会,与股份回购程序以及再发行程序衔接。但本次《草案》对此并未进一步放宽。

### (二)财务资助之限制

《草案》第 174 条新设了限制财务资助的条款,对股份回购的另一财源“财务资助”作出了详细规定,并允许章程或股东会决议授权董事会。比如,该条第 1 款规定:“公司及其子公司不得为他人取得本公司的股份提供赠与、贷款、担保以及其他财务资助。公司实施员工持股计划或者金融机构开展正常经营业务的除外。”第 2 款规定:“为公司利益,经股东会决议,或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议,公司可以为他人取得本公司或者其子公司的股份提供财务资助,但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过。”第 3 款规定:“违反前两款规定为他人取得本公司股份提供财务资助,给公司造成损失的,负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。”三款规定层层递进,在一定程度上构建了围绕财务资助禁止义务的规范群,并以“原则性禁止、例外性允许”的方案防止高度可疑的资本流失。在例外阶层中,第 1 款第二句和第 2 款还分别以具体例外和一般例外供给了较为周密的合法化事由。②

遗憾的是,本条只提到公司及其子公司为他人提供财务资助购买本公司股份的情形,但是对于母子公司之间提供财务资助,购买母公司股份的情形并未规制。按公司法原理,子公司原则上不得取得母公司的股份,因为一旦允许,母公司将可能随时指示子公司购买母公司的股份,进而实质架空禁止回购条款。以股份实质流向论,若子公司购买母公司的股份,应当与股份回购适用相同规制,因此会出现如何计算可分配利润的财源问题。③ 授权资本制下,母公司本身就可以回购股份,无须特意以子公司名义购买母公司的股份。若母公司董事违反禁止性规定指示子公司购买母公司股份,其应承担懈怠任务的责任。④ 但是,当子公司与其他公司吸收合并时,其他公司持有母公司股份是允许的。而子公司持有母公司的股份时,需要在一定期间内处理。如若需要迅速处分,母公司可根据简易程序回购股份。此外,子公司所持的母公司股份不具有表决权。因为子公司若享有对母公司的表决权,易导致经营者控制公司,进而控制业务执行行为。⑤

## 结　论

资本充实原则体现为资本不变原则,资本确定原则体现在公司设立阶段以及缴纳股款的担保责任等方面,资本维持原则体现在利益分配规范以及债权人利益的保护。回购股份库存同时涉及资本维持、

---

① 参见陈景善:《董事合规义务体系——以董事会监督机制为路径依赖》,《中国法律评论》2022 年第 3 期,第 55 页。

② 沈朝晖:《财务资助行为的体系化规制》,《中国政法大学学报》2022 年第 5 期,第 104—117 页。

③ 参见朱慈蕴、皮正德:《公司资本制度的后端改革与偿债能力测试的借鉴》,《法学研究》2021 年第 1 期,第 64 页。

④ 田中亘『会社法』(東京大学出版会,2018 年)411 頁参照。

⑤ 参见李秀文:《实务与理论张力关系下的美国多重代表诉讼制度》,《中国政法大学学报》2019 年第 6 期,第 59 页。

资本充实、资本确定原则,因而放宽股份回购制度既要考虑突破禁止的理由,还要考虑组织法层面股东大会与董事会的权力划分,还需规范财源中可分配利润的使用与财务资助的限制,以相应的配套实施责任追究规制,防止出现资本空洞现象。同时库存股因涉及再发行,应与《草案》移植的授权资本制、无面额股制度之发行规制衔接,在简略合并以及简略减资中库存股作为对价而适用,必然要探讨债权人异议程序的设置与舍弃。

# The Normalization of Treasury Stock in the Organic Law and Its Coordination with the Company Capital Regime

Chen Jingshan

(*Civil*, *Commercial and Economic Law School*, *China University of Political Science and Law*, *Beijing* 100089, *China*)

**Abstract**: The 2018 Amendment to Article 142 of the Company Law (《公司法》) introduced the treasury stock system in a limited manner, restricted it to such cases as equity incentives, convertible bonds and corporate value enhancement, and required the transfer or cancellation of treasury stocks after three years, thus normalizing the treasury stock system at the level of the organic law. Under the three principles of capital, this amendment distinguished between capital decision and operational decision on share repurchases on the basis of policy legislation, distinguished between the power of the general meeting of shareholders and the power of the board of directors, and followed the regulation of financial resources. The Draft Amendment of the Company Law (《公司法(修订草案)》) published in December 2021 followed the content of the 2018 Amendment, but introduced the financial support system for the distribution regime, the authorized capital system for the issuance regime, the no-par value share regime, and the simplified merger and simplified capital reduction regime for the restructuring regime. Thus, the share repurchase system should further sort out the legal structure at the legislative level, and the systemic convergence of the capital regime, in accordance with the purpose of share repurchases, the financial resources and the specific functions of the transfer of treasury shares, including reissuance, and clarify the protection of the interests of shareholders and creditors.

**Key words**: treasury stock; share repurchase; capital regime; issuance; normalization of organic law

(责任编辑　郭昌盛)